

低利率下的债牛与资产荒

低利率时代日本经验洞察系列专题之一

证券研究报告

2024年04月11日

核心结论

【核心结论】

日本采取财政赤字高杠杆+量化宽松的货币政策实行大放水，被视为 MMT 经典案例。然而，大放水并没有带来实际需求回升，日本经济形成长期通缩和低增长的恶性循环，遭遇“失落的三十年”。在此背景下，政府端表现为强刺激下的债务货币化，但因其有效的“化债”方式，并未发生债务危机；

传导至市场端表现为低利率下的债牛和资产荒。

【报告亮点】

1、通过对日本债务结构的研究发现，日本主要通过降利率与拉久期组合拳，控制债务本息支出；与中央政府债务相比，地方政府债务可控，降低债务危机发生概率；由此对日本杠杆高企但仍能保持债务平稳运行的原因做出分析。

2、通过对利率走势和债市品种变化进行研究，基于客观条件阐述机构与居民“资产荒”问题产生的原因。

【主要逻辑】



主要逻辑一、日本大放水并没有带来实际需求回升，经济陷入恶性循环

- 90年代经济泡沫破灭后，日本央行转向量化宽松的货币政策。“流动性陷阱”下日本政府采取扩张性财政政策，以公共事业为重点发展领域；
- 日本 GDP 增速中枢下移，物价陷入长期通缩，经济深陷恶性循环。


主要逻辑二、日本由国债融资支持财政支出，结构调整下债务平稳运行

- 日本扩张政府资产负债表，财政支出逐步转向由国债融资支持；

分析师

 姜珺珊 S0800524020002 15692145933 jiangpeishan@research.xbmail.com.cn

联系人

 栾记涛 17721139771 luanjitao@research.xbmail.com.cn

相关研究

央行季度例会释放什么信号？一周债市复盘 2024-04-06

适度下沉城农商行二永债—资本补充工具 3月报 2024-04-03

柳州化债进入新阶段，静待花开—化债新动向系列之二 2024-04-03

供给放量前的震荡期—3月固定收益月报 2024-03-31

三秦大地，持续发力—化债新动向系列之一 2024-03-26

2、债务结构调整呵护债务平稳运行。第一，日本政府债务以本币债为主，践行债务货币化；第二，降利率与拉期限下，债务本息支出规模得到控制；第三，中央政府严防地方债务危机的产生，地方政府债务健康、可控。

主要逻辑三、私人部门债务最小化，日本 30 年债市大牛市中国债一家独大

- 1、私人部门行为模式转为债务最小化，其杠杆率和“社融”规模快速下滑；
- 2、日本债市进入 30 年大牛市，且国债一家独大；
- 3、日本居民也同样面临“资产荒”，现金及银行存款配比过半。

风险提示：经济增长超预期，政策存在发生重大变化的可能；日本历史经验具有局限性，对我国借鉴意义有限。

索引

内容目录

一、“失去”的日本经济	4
二、政府端：强刺激下的债务货币化	6
2.1 日本政府资产负债表的扩张	6
2.2 债务结构调整呵护债务平稳运行	7
三、市场端：低利率下的债牛与资产荒	12
四、风险提示	13

图表目录

图 1：日本 M2 增速变化（%）	5
图 2：日本政府消费与公共投资支出	5
图 3：日本名义 GDP 与 CPI 同比变化（%）	5
图 4：日本政府成为加杠杆的主力（%）	6
图 5：日本政府部门杠杆率较高（%）	6
图 6：日本国家债务清偿支出及占比变化	6
图 7：日本政府债务的构成与规模变化（万亿日元）	7
图 8：日本外债占 GDP 比重（%）	7
图 9：按持有人划分的日本政府债务	8
图 10：日本政府净利息支出及占比变化	8
图 11：日本借换债发行规模与占比变化	9
图 12：按期限划分国债发行规模变化（万亿日元）	10
图 13：不同期限的日本市场公募地方债发行规模变化（万亿日元）	10
图 14：日本地方债务余额	11
图 15：地方债务计划筹资来源变化及占比	11
图 16：不同筹资来源的日本地方债务余额	11
图 17：日本私人部门杠杆率变化（%）	12
图 18：全产业（不含金融业、保险业）外部资金筹措（万亿日元）	12
图 19：日本国债利率（%）	12
图 20：国债存量规模及占比变化	12

图 21: 日本存贷款利率 (%)	13
图 22: 日本家庭资产配置构成情况	13
表 1: 日本宽松政策演变过程	4
表 2: 依据发行目的划分的国债类型	9

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/306013122053010115>